

黄金大师课加餐4：贵金属还是之前的逻辑还是之前的方法

戳此加入学习付鹏的[《黄金投资大师课》](#)

加餐4：贵金属还是之前的逻辑还是之前的方法

本期内容首发于 [《付鹏说》2018年8月14日 链接](#)

见闻VIP
您的专属资产配置专家

×

大师课

黄金大牛市 即将新高！

一堂课掌握分析框架与实战策略

限时特价·马上订阅



付鹏
东北证券首席经济学家

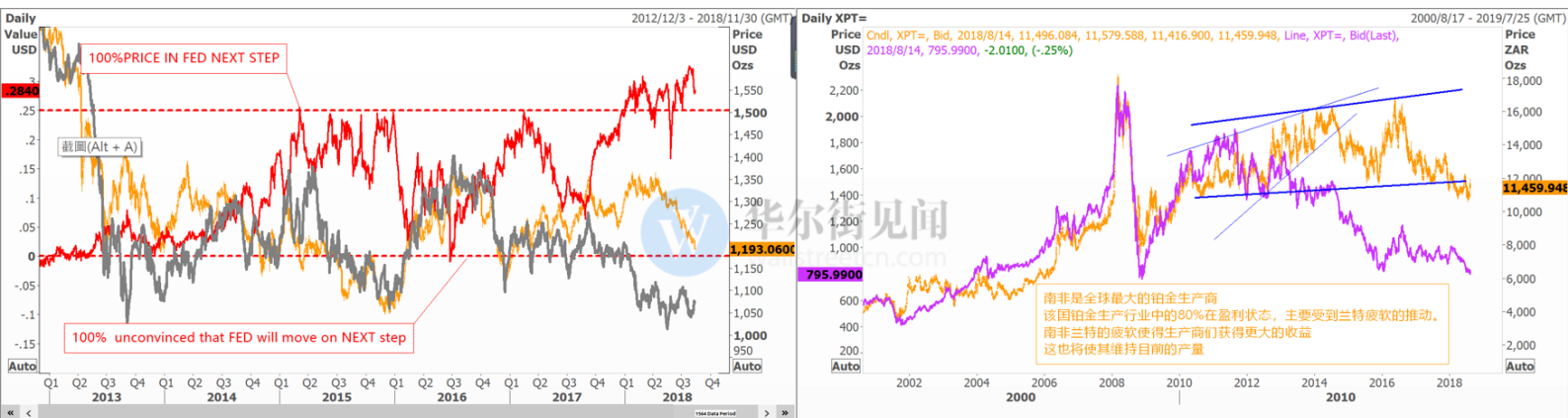
本期提要

- 1、黄金和美债比例、TIPS通胀保值债券的背离关系
- 2、贵金属策略交易逻辑

本期内容

这期内容比较特殊，我们在珠峰大本营给大家简单的聊一聊这一期的内容。

隔夜我也观察到，包括黄金在内都重挫突破了1200美金的关卡，之前我们认为今年一季度出现的一个背离，那时候包括跟美债的比例、跟TIPS通胀保值债券之间的背离关系，目前来讲已经在快速地以整整一个季度黄金的持续性下跌来进行修复。



左边这张图（[订阅用户见上图](#)）也是我一直在用的一个内容，其中我们用到了美国的OLS隔夜指数掉期的期限结构差，一般来讲红色的数字在我们之前的复述的很多内容中间都出现过，我是用它来衡量对于美联储下一步行动的这样的一个市场预期。

可以说在25个bp以上或者接近25bp，这都是隐含着较强的美联储加息的一个预估。那么回落的过程中，回到0或者0.5左右，实际上都是一个预期减弱的过程。

我们不难看到从2015年到现在为止，美联储的加息预期跟通胀保值债券之间一直保持着反向的关系。TIPS、以及美国的加息预期基本上的节奏都是这样的。

因为从2015年美联储加息开始，其实一直都是保持着一个前瞻。这个我跟大家都已经说过，你的通胀预期是滞后的，美联储的前行都是基于未来的通胀预期而先动的。

所以在这个情况下，黄金就是一个美元的真实利率，以及TIPS通胀保值债券，这之间实际上是有关系的，这我之前也都解释过。所以说大部分时间这个关系保持得非常紧密的，包括黄金在内，在今年的一季度出现了很短暂的一个背离。背离的过程中我们看到，基本的因素并没有发生转变。

事实上在整个Q1季度，对于这段背离我们并没有找到一个特别好的理由。当然对于市场大家可以有其他更多的因素的，比如说对于风险的偏好等等。但事实上来讲风险偏好并不是最主要的原因，很多人在确定或者构架黄金交易框架的时候，经常会出现这样的一个错误，老是想说着说出了风险性事件就该买黄金。

这个我已经解释过非常的不正确了，从我们专业的角度上来讲，黄金就是等于美元的真实利率，也就是真实的投资回报，是利率和通胀之间的预期差，这就是我们对于黄金的预估。

所谓的风险偏好其实也改变了，它并不是说一个直接的避险，黄金就可以怎么怎么样，原则上讲还是要回到主线逻辑上去的。更多的其实是引发了对于美债的需求、引发了利率的变动、引发了利差的变动、引发了汇率的变动、引发了黄金在内的变动。

整个Q2季度，有的时候市场的偏好实际上会给我们带来比较好的机会，这也就是我们之前的付鹏说讨论黄金时候，一直说这样的一个背离阶段实际上都是一个很好的阶段，看最后是怎样一个回归过程。

事实上包括三季度在内，美联储都没有发生对预期的转变，所以我们看到这样的一个预估都是以整个季度的黄金整整跌掉了150美金左右，来向通胀保值债券在回归。

所以如果黄金是这样表现的话，其他的再加上一个商品属性的四大金属，我们的金银铂钯，包括银、铂在内，它的商品属性都非常弱，包括钯在内，商品水平要稍微的强一点，所以说它是目前来讲绝对价格还属于比较偏高的一个品种。

白银现在都基本上接近于新低了，铂已经创出了新低，所以说你基本上你可以看到金银铂钯这四大金属，你的整个框架结构应该都是按照这样的一个序列去走。

首先我们去分析黄金的架构，然后加上商品属性去研究白银。关于白银，之前我们在见识社区里已经聊了很多了，关于白银的商品属性其实非常的差，它的库存的上升，远期结构、交割库存的增加，这都使得只要黄金变弱的时候，白银也会变得更弱。

到目前为止，你会发现金银比的ratio在80一直就没变过。实际上这就是我们之前说的你ratio本质上来讲还是在交易，一个商品属性不走强，我们可以在高位一直横盘、一直震荡，原则上讲都是以这样一个过程出现的。

我们看铂金，因为铂金目前的波动是非常大的，尤其是跌破800美金新低以后，可以看到价格的波动实际上非常大，有的时候跌下去23%，就涨回去23%。应该说波动的幅度和空间都比较的偏高，整个来看，为什么会出现这种情况？因为这个也与它的商品属性有关系，铂在跌破800美金以后，其实是已经接近于成本线了。

我记得用过一张图来算南非的成本，主要是考虑兰特的情况就比较有意思，大概在1.2万左右的这样的一个兰特的水平上，实际上是非常容易引发生产商们的减产。你可以看到2016年的年中，那时候铂金价格达到1200美金。

但是兰特价格基本上是已经创出了金融危机以后新高，所以可以看到这个时候供应是并不需要去担忧的。而目前我们可以看到随着它创出新高了以后，这个水平跌破12000以后，实际上已经接近成本变动了。

之前我解释过商品，很有意思的是，商品一旦低于它的成本边际了以后，实际上这个价格会更多的以结构的形式，比如说以深度的Contango结构的形式去补贴多空双方。

实际上铂金一方面也是这样的一个因素，另外一方面是很容易再往下就会造成供应曲线诱发变动，所以说像类似于这样创出新低，一般来讲在商品里边并不再继续追空了，因为这样子其实是非常危险的，因为你已经面临着这样一个边际成本了。

但是我们看最近这段时间比较有意思的是，兰特价格在回升，美金价格在回落，实际上是跟兰特近期持续性贬值有关系。所以我们也要看，黄金在内的金融属性驱动的过程中，是否跟汇率之间发生联动关系。

像最近这段时间内就是典型的金融属性关系和包括兰特在内的EM国家的汇率，在发生这样的一个联动关系。这种联动关系一旦发生了以后，实际上就会出现美元价格持续下跌，但是本币价格并不一定下跌。

这样的话我们以本币去计算边际成本的时候，你就会发现美金价格其实就会进一步的走低。所以这个就是我们需要在考虑绝对价格的时候，还要加上一个汇率因素去考虑。

基本上整个金银铂钯的框架非常的清晰，目前来讲美国的情况我觉得，包括黄金在内，可能如果接近于1150这个水平了以后，对于我来讲，我可能并不建议会继续地再追空黄金，很可能会出现包括白银在内会创出新低，铂是肯定创出新低的，但是黄金可能并不一定会跌到2015年年底1050这个水平。

我觉得对于Q4季度的判断上来讲，应该说是比较大的风险，因为从目前来讲美联储的整个前端预期在目前是保持着，但是Q4季度我们重点要观察的就是在这一点上，他的预期会不会稍微的调整，如果他的经济数据上面开始有一些疲弱迹象的转向。

我们看到一些市场交易的数据，都在隐含着这样的一个预期在下滑的话，一旦开始下滑，对黄金我们就不能够看得很低，但就目前来讲还是明晰的。

我们在讨论的是Q4季度贵金属的一个预估和判断，大概是一个什么情况。原则上讲这种背离关系我看也基本上修正了，TIPS也没有再继续的下行，换句话说通胀的预期其实应该说一直是反映还是慢的、还是滞后的。但是美联储的预估如果开始转弱的话，我们会看到包括OSA隔夜指数掉期会出现这样的一个结构，对于我们来讲Q4季度可能不会大规模去进一步看的更低。

当然了，如果你会发现就是动态性的观察，如果经济数据持续的还在走强，预期一直保持着很强的一个水平，就像2018年上半年这个情况，美国只要不是通胀快速的上升，当然如果通胀真的快速上升的话，反倒会诱发美联储进一步的加息。

这都是一个良性循环，应该说只要美国良性循环下，对黄金原则来讲都是不利的。现在唯一能够期待黄金能够真正意义上到底。

很多人问我到底是在哪？我说我哪知道，对吧？我们很多做策略交易逻辑的就是发现策略、发现逻辑、跟随变量、设定策略，然后跟随交易就可以了，你不要去轻易去判断它，我们把逻辑说清楚就可以。



今天十分钟跟大家简短地进行了一个交流，谢谢大家。

- END -

黄金投资思维特训

搭建FICC视角下的黄金投资方法论

一、黄金大师课概览与框架

1.1 黄金大师课概览

1.2 黄金大师课框架

二、资本市场的成熟化与投资启示

2.1 黄金历史价格走势复盘

2.2 黄金中观框架：实际利率

2.3 黄金：历史的天空回顾——隐形通货膨胀税

2.4 黄金：历史的天空回顾——石油危机与利率约束

2.5 黄金：历史的天空回顾——布雷顿森林体系崩溃

2.6 美国企业债务杠杆问题

2.7 美国财富的累积与分配

2.8 透过财政赤字看美国社会的核心问题

2.9 利率的终结导致美国社会阶层固化

三、黄金宏观分析框架与历史复盘

3.1 黄金宏观框架：债务与信用

3.2 透过美国四大部门杠杆看债务与信用

3.3 美国信用问题与债务货币化

3.4 日本和中国的四大部门杠杆

3.5 黄金分析框架与路径总结

四、黄金与其他资产的分析框架

4.1 黄金租赁利率

4.2 黄金与日元：套息交易下的反馈机制

4.3 黄金与其他资产的比价、传导关系

五、黄金交易层面的注意事项

5.1 黄金CFTC持仓分析

5.2 商品交易层面方法论上的思考

六、白银分析框架与交易策略

6.1 白银基本面分析的特殊性

6.2 商品的实货交易与风险对冲